

みずほマーケット・トピック(2014 年 12 月 11 日)

健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁

本欄で多用してきたドル建て日経平均株価「150ドル」天井説に関しては、既に色々な方面で紹介されているが、やはりこの期に及んでもこの見立ては機能している。円安を受けて日経平均株価が上昇するのは日本企業の収益ひいては日本経済の成長力に賭けるという理屈よりも、急激な円安によって海外投資家にとっての日本株が割安になり、買い増しできる余地が拡大したという面も無視できない。特にハロウィン緩和以降の円建てとドル建ての動きを見比べてみると、ドル建てが円建てに置き去りにされている印象は強い。来年のドル/円相場の上値目途が130円として、「150ドル」説をそのまま運用するのであれば20000円弱までの上昇が視野に入る。だが、130円付近に至った際、「円安で株高」という従前の関係が本当に壊れずに確保されているのか筆者は自信が持てない。2015年は長きに亘る「円安&株高」の相関が試される年になる。

～米5年BEIは2010年以来の低水準へ～

本日にかけてのドル/円相場も続落しており、本日午前には一時117.50円を割り込んでいる。石油輸出国機構(OPEC)による2015年産原油需要見通しが12年ぶりの水準まで引き下げられたことを受けてエネルギー株を中心に米株式市場が大幅続落している。これに応じてリスク許容度の縮小が進み、従前の円売り持ち高が巻き戻されているというのが現状と見受けられる。ニューヨーク原油先物市場ではWTIが急反落し、ロンドンの北海ブレントは約5年ぶりとなる65ドル割れまで落ち込んでいる。斯かる状況下、デイスインフレ懸念を介してFRBの正常化プロセスが遅延するのではないかとの思惑も一部燻っており、ドル相場が下落する理由となっている。現状、5年物米国債から導出されるブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)は、2010年以来の水準まで低下している。

～やはり堅かった「150ドル」の壁～

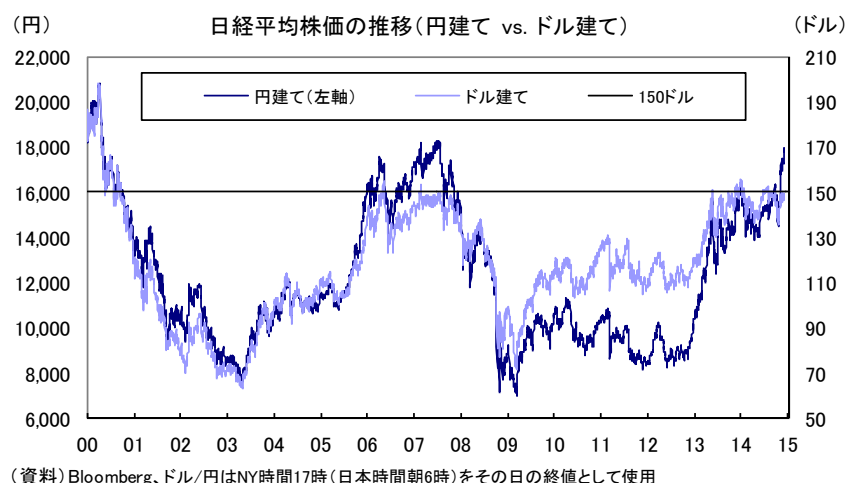
こうした状況下で日経平均株価も急落している。過去の本欄でも懸念を示した点ではあるが、筆者は今の日本の状況に鑑みれば円安・株安という動きになっても不思議ではないと考えてきた¹。今のところ、現状の相場がそうであるように、一応は「円安&株高⇔円高・株安」の関係性が保たれており、そうした懸念は杞憂に思われる。リスク許容度が改善する地合いにおいては、アベノミクスをテーマに「円売り&日本株買い」のギャンブルが行われ、リスク回避姿勢が強まればそのギャンブルの手仕舞いをする。この点、ここもとにおける円高の動きは「リスク回避的に円が買われている」のではなく、単にギャンブルが手仕舞いされていることの結果であるように思われる。

繰り返し述べているように、円安は貿易赤字に代表される需給に根差した真っ当な動きであるの

¹ 例えば本欄2014年2月5日号『円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～』をご参照下さい。このほか、拙著『欧州リスク：日本化・円化・日銀化』の補論においても「理屈のうえでは、円安・株安の最悪シナリオが発生してもさほど不思議ではないのが日本の現状である」として議論を結ばせて頂いている。

に対し、株高はあくまで期待主導であり、特に輸出製造業の時価総額ウェイトが大きい日経平均株価は円安で上昇しやすいという事情も差し引く必要がある。ゆえに株高が実体経済の体温計足り得る保証はなく、むしろ円安経由の輸入物価上昇により実質賃金下落している以上、株は下落方向の議論をする方が自然である。端的に言えば、ファンダメンタルズを踏まえる限り、株が暴落したからといって、それと同程度の円高で付き合わなければならない道理は小さいように思われる。

本欄で多用してきたドル建て日経平均株価「150 ドル」天井説に関しては、既に色々な方面で紹介頂いているが²、やはりこの期に及んでもこの見立ては機能している。円安を受けて日経平均株価が上昇するのは日本企業の収益ひいては日本経済の成長力に賭けるという理屈よりも(それが無いとは言わないが)、急激な円安によって海外



投資家にとっての日本株が割安になり、ポートフォリオの中で買い増しできる余地が拡大したという面も無視できないだろう。特にハロウィン緩和以降の円建てとドル建ての動きを見比べてみると、ドル建てが円建てに置き去りにされている印象は強い。

ドル建て日経平均株価に関しては、エボラ出血熱の感染拡大等を嫌気する中で 10 月中旬に 135 ドル付近まで調整したのが年初来安値となる。非常にラフな議論ではあるが、現状が 145 ドル程度(≒17000 円 ÷ 117.50 円)であることを踏まえると、年初来安値まではあと 10 ドル程度の調整余地はある。ドル/円が 115~120 円のレンジで推移すると仮定すれば、あと 1200 円程度の下落というイメージになるが、ここまでの急落を想定しても円建てで 16000 円台は維持できそうである。

～130 円でも円安&株高なのか？～

金融危機後のドル建て日経平均株価が概ね 110 ドル近辺で推移していたことを思えば、2012 年末頃から 130~150 ドルで推移するようになったことは明らかにアベノミクスの成果である。こうした動きに関しては、海外投資家のポートフォリオにおけるウェイト付けそのものが変わった(例えばアンダーウェイトがニュートラルになった)などの解釈が可能だろう。だが同時に、2012 年末以降の相場つきにおいて「150 ドルの壁」を破れていないということは、ポートフォリオ上のウェイト付けを変更させるほどアベノミクスに進展があると思われていない可能性もあるだろう。

この時期になってくると来年の見通しを尋ねられることが増えるが、11 月 28 日発行『中期為替相場見通し』で示したように、現状のところ、来年のドル/円相場の上値は 130 円と設定している。「150 ドル」説をそのまま運用するのであれば 20000 円弱までの上昇が視野に入ることになるが、7~9 月期 GDP にも現れたように、もはや円安による実質所得の悪化が内需に及ぼす影響が顔を出し始め

² 例えば直近では、2014 年 12 月 1 日付日本経済新聞朝刊『ドル換算 GDP、中国の半分に円安進行で縮む日本、訪日客は増えたが… (エコノフォーカス)』。

ており、130 円付近に至った際に、「円安で株高」という従前の関係が本当に壊れずに確保されているのか筆者は自信が持てない。

最近になって「政府は幾らまでの円安になったら口先(場合によっては実弾)介入すると思うか」という照会を受けることがあるが、本当にそのような展開になるかどうかは別として、敢えて水準を気にするのであれば、既に 120 円を突破した今、130 円が注目されるのは必然だろう。実際、本田悦朗・内閣官房参与による先週 5 日の発言「今の円安は想定以上の速さ」、「1ドル=130 円、140 円と一気に円安が進むことにはならない」を「130 円までは円安容認」と解釈する向きもある。

しかし、本当に重要なことは水準ではなく、実体経済への影響が顕著になった時点のはずであり、だからこそ来年 2 月の 10～12 月期 GDP(1 次速報値)などの結果は要注目と考えるわけである。「円安は日本経済にとって重石」という認識が世で支配的になった時、もう円安・株高の関係性に賭けるのは危ういだろう。2015 年は長きに亘る「円安&株高」の相関が本当に持続できるのか、試される年になりそうである。

以 上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB 理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未満のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが・・・～
2014年12月2日	ECB 理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか？
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か？～)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に？～)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16～17日開催分)を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ？～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)について～厳しくなる「量」の追求路線～)
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レバトリの妥当性や今後の直接収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文？～
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB 理事会を終えて～畳み掛けるような口先介入は焦りの表れ？～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型TLTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が始まったユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か？～「さくらレポート」などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため？
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)